

Zowel het bedrijfsleven als de politiek hebben de laatste tijd heel wat aandacht om het ondernemerschap meer aantrekkelijk te maken, als antwoord op globalisering en delocalisatie. Hierbij worden de voorgestelde initiatieven grotendeels toegespitst op het vergemakkelijken en vereenvoudigen van de stappen om een nieuwe onderneming op te richten (creëren van meer bedrijfs-terreinen, administratieve vereenvoudiging, starterscheques om adviezen in te winnen, initiatieven om kapitaal beperkingen te reduceren, enz.). Wat wellicht even belangrijk is om de stap te zetten zelf een eigen onderneming op te starten maar minder de publiciteit haalt, is de inschatting die starters maken van hun overlevingskansen als entrepreneur. Statistieken wijzen uit dat van alle bedrijven die falen in een bepaald jaar ongeveer de helft jonger is dan vijf jaar! Eén aspect dat de overlevingskansen beïnvloedt, is de reactie van bestaande concurrenten op de toetreding van nieuwe ondernemingen tot de sector. Via strategisch gedrag kunnen gevestigde bedrijven er immers toe bijdragen dat nieuw opgerichte ondernemingen (vervroegd) de markt moeten verlaten. De verliezen die bestaande ondernemingen op korte termijn moeten incasseren om één starter uit de markt te drijven kunnen op het eerste zicht hoog lijken, maar toch voldoende gecompenseerd worden wanneer toekomstige toetreding wordt afgeremd (het installeren van zogenaamde entry barriers). Dat de markten niet al tijd volledig competitief (kunnen) werken, blijkt nog uit een aantal recente EU veroordelingen – o.a. Ryanair en Microsoft – en de lopende onderzoeken naar kartel afspraken tussen plasticproducenten en

fabricanten van liften en roltrappen, prijsafspraken in de cementindustrie, enz. Een belangrijke taak voor de Raad voor de Mededinging en de Europese Commissie is dan ook het opsporen van factoren die de vrije marktwerking verstoren.

Dit artikel koppelt overlevingskansen van nieuwe ondernemingen aan de aard van competitie in de sector en is gebaseerd op een online aanvaarde publicatie voor het tijdschrift Strategic Management Journal. In dit artikel wordt geargumenteed dat bestaande bedrijven die geconfronteerd worden met nieuw opgerichte concurrenten een motief kunnen hebben om via strategisch gedrag de perceptie van de financiers van deze starters – in traditionele sectoren zijn dit veelal kredietverschaffers, zoals banken – negatief te beïnvloeden. Investeerders die geconfronteerd worden met tegenvallende cashflows zullen mogelijk – gegeven dat de gegeneerde cashflows vaak de enige maatstaf is waarop zij zich kunnen baseren om een oordeel te vellen over de inzet van de ondernemer en de kwaliteit van zijn project – beslissen om uitstaande kredieten niet langer te verlengen of geen additionele leningen meer te verstrekken, waardoor de verdere expansie of zelfs het overleven van de starter in het gedrang komt. We vervolgen dit artikel met een meer algemeen overzicht van strategisch gedrag. Daarna leggen we uit wat strategisch gedrag in financiële markten inhoudt. Tot slot bespreken we een aantal conclusies die uit de empirische resultaten van onze studie naar voren kwamen.

Strategisch gedrag in financiële markten: impact op

Nancy Huyghebaert en
Linda Van de Gucht

Strategisch gedrag

Strategisch gedrag omvat alle acties die een bedrijf onderneemt om zijn omgeving te beïnvloeden ten einde de eigen winsten op te drijven. Zo kunnen het beïnvloeden van de kosten of de snelheid waarmee een potentiële concurrent tot de markt kan toetreden, het beïnvloeden van de verwachtingen van klanten of concurrenten, enz. beschouwd worden als voorbeelden van strategisch gedrag. In het geval van *coöperatief strategisch gedrag* bundelen ondernemingen hun krachten om de winsten van allen te vergroten. Een duidelijk voorbeeld hiervan zijn prijsafspraken tussen concurrenten. *Niet-coöperatief strategisch gedrag* houdt in dat één bedrijf probeert de eigen toestand te verbeteren ten koste van zijn concurrenten. Om evenwel van roofdiergedrag (*predation*) sprake te zijn, is het nodig dat dergelijke strategische acties alleen maar economisch rendabel zijn omdat ze de marktmacht van het initiatiefnemende bedrijf (de *predator*) verhogen. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer bepaalde bedrijven uit de sector worden gedreven en/of andere potentiële concurrenten afzien van markttoetreding.

Bolton *et al.* (1999) argumenteren dat in markten waar de informatie tussen bedrijven en investeerders sterk asymmetrisch is, predation zich ook kan voordoen wanneer bepaalde concurrenten de perceptie van de investeerders negatief trachten te beïnvloeden. Stel bijvoorbeeld dat een ondernemer toetreedt tot een nieuwe markt en de opstart in grote mate via een banklening financiert. Aangezien de bank geen historische informatie heeft om de kwaliteit van de ondernemer en/of zijn project in te schatten heeft, is het genereren van cashflows in het eerste jaar een belangrijke parameter die de bank kan en zal gebruiken om haar perceptie van de onderneming bij te sturen. Banken zullen dan

ook gemakkelijker additionele financiering verstrekken voor bijkomende investeringen en/of hun lopende leningen verlengen wanneer bedrijven er van bij de start in slagen om een goede rendabiliteit voor te leggen. Voor bedrijven die het moeilijk hebben om van de grond te komen, zal er gemakkelijker worden beslist om de kredietrelatie stop te zetten en het bedrijf bij eventuele financiële moeilijkheden te liquideren, bv. omdat de bank oordeelt dat het bedrijf onvoldoende levensvatbaar is of omdat de entrepreneur het geleende geld onvoldoende investeert in projecten die ondernemingswaarde creëren. Bestaande bedrijven kunnen de overlevingskansen van starters nu beïnvloeden door in te werken op de manier waarop de perceptie van de financier wordt bijgestuurd, via gerichte strategische acties die de cashflows van de starter laag houden. Zo kunnen bestaande bedrijven door tijdelijk meer te produceren of hun prijzen te verlagen ervoor zorgen dat een nieuw opgestarte onderneming weinig cashflows genereert, waardoor de starter het moeilijk krijgt om zijn financiële verplichtingen te blijven nakomen.

Opdat *financial market predation* een economisch gefundeerde strategie zou zijn voor gevestigde bedrijven, moet aan een aantal voorwaarden voldaan zijn (Bolton *et al.*, 1999). Wij argumenteren dat deze condities nu juist in het geval van startende ondernemingen erg toepasselijk zijn. Vooreerst moet de doelonderneming in hoge mate afhankelijk zijn van externe financiering. Aangezien startende ondernemingen in de eerste jaren geconfronteerd worden met een hoge graad van onzekerheid en typisch weinig cashflows genereren is deze voorwaarde inderdaad vervuld. Daarnaast blijkt ook dat nieuw opgerichte ondernemingen in traditionele sectoren nauwelijks toegang hebben tot venture capital, maar zich daarentegen in grote mate met bankleningen financieren. Zo vinden Huyghebaert en Van de Gucht (2002) dat de gemiddelde schuldgraad van nieuw opgerichte industriële bedrijven oploopt tot 76% (mediaan van 82%) in het jaar van opstarten. De tweede voorwaarde is dat voortgezette financiering in hoge mate afhankelijk moet zijn van de performantie van de onderneming. Uit eerder onderzoek blijkt dat investeerders hun financiering

Tabel 1: samenvattende gegevens

	gemiddelde	mediaan	minimum	maximum
ONDERNEMINGSGROOTTE				
Aantal werknemers	3.0984	2	0	38
Eigen vermogen (€)	49,025	18,592	1,487	1,189,889
Totaal der activa (€)	299,983	144,571	5,057	8,505,896
STRUCTUUR DER ACTIVA				
Cash en liquide middelen/totaal der activa	0.0878	0.0390	0	0.7751
Vorraden/totaal der activa	0.1071	0.0568	0	0.7500
Materieel vaste activa/totaal der activa	0.4485	0.4551	0	0.9821
FINANCIELE STRUCTUUR				
Schuldgraad: schulden/totale financiering	0.7573	0.8204	0.0741	0.9930
Bankschulden/totale schulden	0.4476	0.4469	0.0010	1.0000
Leverancierskrediet/totale schulden	0.2786	0.2449	0	0.9773
Leasing/totale schulden	0.0399	0	0	0.8569

van bedrijven met een hoog risicoprofiel veelal structureren in opeenvolgende rondes, waarbij voortgezette financiering afhangt van de informatie die verzameld werd sedert de laatste financieringsronde. De bedoeling van dergelijke financieringscontracten is om eventuele agency problemen te reduceren, maar tegelijkertijd verhogen ze de afhankelijkheid van de onderneming t.o.v. haar investeerders. Een derde voorwaarde is dat predation effectief de levensvatbaarheid van de onderneming moet bedreigen. Predation van bedrijven die zich kunnen beroepen op grote interne cashflows ("deep pockets") zal veel moeilijker tot het gewenste resultaat leiden, waardoor de predator ex ante minder motieven zal hebben om aan predation te doen. Voor startende ondernemingen daarentegen is initiële cashflow generatie inderdaad dikwijls een pijnpunt om te kunnen overleven (zie bijvoorbeeld Huyghebaert *et al.*, 2000). Tot slot moet de predator daarentegen wel over voldoende financiële armslag beschikken.

Resultaten uit het onderzoek

In het verleden werd de concentratiegraad van een sector meestal gebruikt om potentiële strategische interacties binnen die sector te meten. In die optiek werd er dan van

ratie van de starter en zijn overlevingskansen in het gedrang brengen wanneer de bank lage cashflows interpreteert als het gevolg van een lage intrinsieke kwaliteit van de starter en/of zijn project. De tegenstrijdige resultaten m.b.t. de link tussen collusie en de overlevingskansen van starters tonen duidelijk aan dat de industrie concentratiegraad eigenlijk niet zo'n goede maatstaf is om de strategische interacties in een sector te meten. Sundaram *et al.* (1996) ontwikkelden daarom een nieuwe empirische maatstaf, de *Competitive Strategy Measure* (CSM). Deze maatstaf tracht empirisch te meten ofdat bestaande bedrijven hun eigen output verhogen (strategic complements) of reduceren (strategic substitutes) in functie van een toegenomen industrie output. Wij maken in ons onderzoek gebruik van deze CSM maatstaf, maar vergelijken tevens de resultaten wanneer de meer traditionele CR4 en Herfindahl concentratiemaatstaven gebruikt worden.

De steekproef waarop het onderzoek gebaseerd is bestaat uit 235 ondernemingen die in 1992 werden opgericht in traditionele industriële sectoren (NACE 2, 3 en 4). Deze sectoren werden weerhouden omdat de typische schaalgrootte van bedrijven in deze sectoren niet toelaat dat de ondernemer de opstart volledig zelf kan financieren; hij

falingsrisico van starters. Deze bevindingen geven een indicatie dat CSM het competitief gedrag binnen een sector beter weerspiegelt dan de concentratiegraad. Bovendien neemt de kans dat bedrijven in competitieve sectoren worden stopgezet toe voor starters met een hogere schuldgraad. Belangrijk is evenwel dat de relatie tussen competitie en schuldgraad enerzijds en falingsrisico anderzijds enkel gevonden wordt in sectoren waar financiers meer onzeker zijn over de kwaliteit van de starter en/of zijn project. Dit zijn sectoren waar kredietverschaffers meer bezorgd zullen zijn over het financieren van bedrijven met een lage kredietwaardigheid (adverse selection) en waar eigenaars mogelijks een incentief hebben om de geldmiddelen na de toekenning van de lening aan te wenden in erg risicovolle projecten (*moral hazard*). Deze resultaten zijn consistent met de eerder besproken studie van Bolton *et al.* (1999), die argumenteren dat strategisch gedrag in de productmarkt er toe kan bijdragen dat nieuw opgerichte bedrijven hun activiteiten moeten stopzetten, via de implicaties die dergelijke acties hebben in de financiële markten, waardoor bedrijven de nodige financiële middelen worden ontczegd.

de overlevingskansen van startende ondernemingen

uitgegaan dat afspraken gemakkelijker bereikt en in stand gehouden kunnen worden in sterk geconcentreerde sectoren. Wanneer de bestaande bedrijven in het kartel hun output reduceren in functie van de verhoogde industrie output – te wijten aan de toetreding van de starters – worden de overlevingskansen van startende ondernemingen positief beïnvloed. Een welgekend voorbeeld is dat van de OPEC in de jaren '70, waardoor olievelden die anders niet rendabel geëxploiteerd konden worden plots interessant werden. Omgekeerd kan het zijn dat men in een kartel gemakkelijker tot afspraken komt om nieuwe bedrijven te bestrijden, door bijvoorbeeld gezamenlijk het aanbod te verhogen. De negatieve impact die dergelijke acties hebben op de marktprijs kunnen aldus de cashflow gene-

zal derhalve een beroep moeten doen op extern kapitaal, wat in de Belgische context veelal neerkomt op bankkredieten. Tabel 1 vat een aantal statistieken van de steekproef op bedrijfsniveau samen, terwijl Tabel 2 een overzicht geeft van de kenmerken van het product dat het bedrijf aanbiedt, de markt waarin het bedrijf opereert en de strategie die het volgt. De starters in de steekproef worden vervolgens gevolgd tot januari 2000. Over deze zevenjarige tijdspanne hebben reeds 114 ondernemingen (= 48.5%) hun activiteiten stopgezet. De resultaten van de studie tonen aan dat de startende ondernemingen in de sterk competitieve sectoren – gemeten via CSM – een hogere kans hebben om uit te treden. De concentratiegraad, daarentegen, heeft geen significante impact op het

Nancy Huyghebaert
is als docent verbonden aan het AFI Leuven Research Center van het departement Toegepaste Economische Wetenschappen van de K.U.Leuven
nancy.huyghebaert@econ.kuleuven.be



Linda Van de Gucht
is als buitengewoon hoogleraar verbonden aan het AFI Leuven Research Center van het departement Toegepaste Economische Wetenschappen van de K.U.Leuven.
linda.vandegucht@econ.kuleuven.be



Tabel 2: enquête resultaten: procentuele verdeling van de antwoorden over de verschillende scores (1 correspondeert met helemaal niet akkoord, 2 met eerder niet akkoord, 3 met indifferent, 4 met eerder akkoord en 5 met helemaal akkoord)

	Score=1	Score=2	Score=3	Score=4	Score=5	Gemid.score
Het product is nieuw en innovatief	0.5410	0.1148	0.1803	0.0492	0.1148	2.0820
Het product is hoogtechnologisch	0.5738	0.0984	0.1967	0.0656	0.0656	1.9508
De levenscyclus van het product is kort	0.6610	0.0339	0.1356	0.0678	0.1017	1.9153
Prijsconcurrentie is belangrijk	0.1475	0.0820	0.4262	0.1311	0.2131	3.6719
Productdifferentiatie en reclame zijn belangrijk	0.1311	0.0164	0.3443	0.1803	0.3279	3.2241
De onderneming doet aan R&D	0.1897	0.0690	0.2931	0.2241	0.2241	1.6122
De dienst na verkoop is belangrijk	0.4000	0.0667	0.1000	0.0833	0.3500	2.9167
In de afzetmarkt bestaan er substituten voor uw product	0.4262	0.0820	0.1639	0.1311	0.1967	2.8475
De afzetmarkt van het product is een groeimarkt	0.2787	0.0984	0.1475	0.1311	0.3443	3.5574
Bij start-up richtte u zich tot een gespecialiseerd deel van de markt (niche)	0.2295	0.0820	0.0984	0.1475	0.4426	3.4918
Bij start-up domineerde het behalen van marktaandeel en groei i.p.v. winst	0.6735	0.1633	0.1020	0.0000	0.0612	3.1639
De concurrenten reageerden vijandig op uw toetreding	0.0781	0.1094	0.2656	0.1563	0.3906	2.5902
De klanten van de onderneming zijn voornamelijk andere ondernemingen	0.3390	0.1017	0.2034	0.0847	0.2712	4.0000

Referenties:

- Bolton P, Brodley JF en Riordan MH. 1999. Predatory Pricing: Strategic Theory and Legal Policy. Tilburg Center for Economic Research Discussion Paper 9982, Tilburg University.
- Bolton P, Scharfstein DS. 1990. A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. *American Economic Review* 80: 93–106.
- Huyghebaert N, Gaeremynck A, Roodhooft F en Van de Gucht LM. 2000. New Firm Survival. The Effects of Start-up Characteristics, *Journal of Business Finance & Accounting* 27: 627–651.
- Huyghebaert N en Van de Gucht LM. 2002. The Determinants of Financial Structure. New Insights from Business Start-ups, working paper K.U. Leuven, DTEW.
- Huyghebaert N en Van de Gucht LM. 2003. Incumbent Strategic Behavior in Financial Markets and the Exit of Entrepreneurial Start-ups, *Strategic Management Journal*, forthcoming.
- Sundaram AK, John TA en John K. 1996. An Empirical Analysis of Strategic Competition and Firm Values. The Case of R&D Competition. *Journal of Financial Economics* 40: 459–486.